



利润率承压，客户结构改善，静待盈利拐点

2026年04月13日

核心观点

- 公司发布 2025 年度业绩，利润出现波动。**公司 2025 年实现收入 249.80 亿元，同比增长 4.06%，归母净利润 32.07 亿元，同比减少 16.50%。其中 Q4 单季收入为 63.01 亿元，同比下降 3.00%，归母净利润 7.71 亿元，同比下降 22.66%，公司全年分红率为 76%。
- 新老客户迭代，收入稳增，新工厂爬坡利润率有望改善。**量价拆分看，公司 2025 全年实现运动鞋销量 2.27 亿双，同增 1.59%，单双价格同比上涨 2.42% 至 110.05 元。单价提升主要为高质量客户订单占比提升所致。分产品类型看，公司运动休闲/户外/运动凉鞋收入分别为 221.14/5.34/23.12 亿元，分别同比+5.35%/-40.51%/+11.70%，运动休闲类产品稳中有升。分地区看（客户总部所在地），公司北美/欧洲/其他国家和地区收入分别为 194.12/47.97/7.50 亿元，同比-4.87%/+56.71%/+52.80%，增长差异主要来自客户订单结构变化，耐克、匡威等品牌订单有所承压，昂跑、NB、亚瑟士等品牌接力增长。报告期内 NB 品牌进入公司前五大核心客户，公司前五大客户收入占比从 2024 年的 79.13% 下降为 2025 年的 72.55%。适度多元化的客户结构，增强了公司在宏观环境和消费市场不确定性增加时的业绩韧性。
- 新工厂爬坡顺利，新客户订单放量增长。**期间公司全力保障战略新客户的产能爬坡与订单交付。2025 年上半年，阿迪达斯订单在中国、越南及印尼三大产能去的工厂均实现量产出货。在中国、印尼和越南的新工厂产量总计约 1452 万双，新工厂整体爬坡符合预期。公司未来将继续加快新工厂的投产和产能爬坡，提前规划布局新产能，提高工厂运营效率。
- 受老客户订单波动和新工厂爬坡影响，毛利率下降较多。**2025 年公司整体毛利率为 21.89%，同降 4.91pct。主要系 1) 公司老客户订单波动，导致工厂订单效率有所影响；2) 新工厂产能爬坡仍在进行，还未达到成熟工厂盈利水平。期间公司销售/管理/研发费率分别为 0.27%/2.82%/1.66%，分别同比-0.05/-1.66/+0.1pct，公司经营管理效率持续提升。
- 预期公司利润率有望修复，公司多元产能和客户布局愈发完善。**公司开发战略新客户正处于产能集中投放和爬坡期，短期对利润有影响，长期看公司作为优质制造鞋企，业绩有持续提升的空间。第一、阿迪达斯、昂跑、亚瑟士、NB 等新客户增长仍有潜力。第二、公司大客户全球收入已企稳，未来有改善空间。第三、公司在印尼、越南的新工厂已初具规模，利润率进入修复区间。公司依托优质客户资源，持续强化规模化生产能力，实现营收利润的持续增长。
- 投资建议：**公司基本面稳健，短期业绩波动不改长期稳健增长趋势，26 年业绩有望迎来拐点。预计公司 2026/27/28 年归母净利润为 34.94/39.93/44.74 亿元，EPS 为 2.99/3.42/3.83 元，对应 PE 估值分别为 14/12/11 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**新工厂产能爬坡不及预期风险；国际贸易政策不确定风险；海外消费需求波动风险。

华利集团（股票代码：300979）

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎：010-80927622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：010-80927622

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

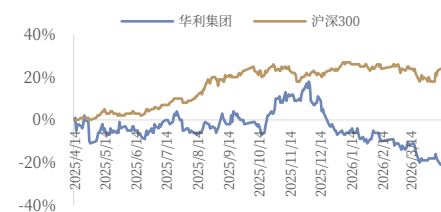
市场数据

2026年04月13日

股票代码	300979
A 股收盘价(元)	42.66
上证指数	3,988.56
总股本(万股)	116,700
实际流通 A 股(万股)	116,699
流通 A 股市值(亿元)	498

相对沪深 300 表现图

2026年04月13日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河纺织】公司点评_华利集团(300979.SZ)_老客户订单波动，新客户盈利改善
- 【银河纺织】华利集团(300979.SZ)首次覆盖_运动鞋制造龙头，产能升级提效益

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,980	26,280	28,632	31,277
收入增长率%	4.06	5.21	8.95	9.24
归母净利润(百万元)	3,207	3,494	3,993	4,474
利润增长率%	-16.50	8.96	14.29	12.04
毛利率%	21.89	22.20	22.80	23.20
摊薄 EPS(元)	2.75	2.99	3.42	3.83
PE	15.53	14.25	12.47	11.13
PB	3.07	2.72	2.40	2.13
PS	1.99	1.89	1.74	1.59

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,871	14,967	17,644	21,238
现金	5,818	6,129	8,212	11,011
应收账款	4,043	4,571	4,814	5,264
其它应收款	155	79	176	102
预付账款	60	87	72	101
存货	2,878	3,142	3,366	3,706
其他	917	959	1,004	1,053
非流动资产	8,565	8,358	8,224	7,955
长期投资	0	0	0	0
固定资产	5,812	5,836	5,741	5,524
无形资产	765	784	798	810
其他	1,987	1,739	1,685	1,620
资产总计	22,437	23,326	25,868	29,192
流动负债	5,920	4,701	4,835	5,460
短期借款	2,044	300	300	300
应付账款	2,191	2,353	2,559	2,779
其他	1,686	2,048	1,976	2,381
非流动负债	266	279	293	309
长期借款	0	0	0	0
其他	266	279	293	309
负债总计	6,186	4,980	5,128	5,769
少数股东权益	11	11	11	11
归属母公司股东权益	16,239	18,334	20,729	23,412
负债和股东权益	22,437	23,326	25,868	29,192

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,743	4,290	4,324	5,084
净利润	3,207	3,494	3,993	4,474
折旧摊销	1,073	1,159	973	993
财务费用	-58	-49	-120	-152
投资损失	-33	-33	-33	-33
营运资金变动	480	260	461	169
其他	-925	-540	-950	-367
投资活动现金流	-1,875	-890	-768	-651
资本支出	2,690	910	790	675
长期投资	1,357	0	0	0
其他	-5,921	-1,800	-1,558	-1,326
筹资活动现金流	-2,189	-3,089	-1,473	-1,634
短期借款	1,756	-1,744	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-3,945	-1,345	-1,473	-1,634
现金净增加额	-320	311	2,083	2,799

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24,980	26,280	28,632	31,277
营业成本	19,513	20,446	22,104	24,020
税金及附加	6	6	7	8
销售费用	66	66	69	72
管理费用	704	741	807	882
研发费用	414	435	474	518
财务费用	-58	-49	-120	-152
资产减值损失	-124	-123	-132	-145
公允价值变动收益	-83	0	0	0
投资收益及其他	45	35	35	34
营业利润	4,173	4,547	5,194	5,818
营业外收入	12	2	2	2
营业外支出	28	20	20	20
利润总额	4,157	4,529	5,176	5,800
所得税	950	1,035	1,183	1,326
净利润	3,207	3,494	3,993	4,474
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,207	3,494	3,993	4,474
EBITDA	5,228	4,797	5,657	5,228
EPS (元)	2.75	2.99	3.42	3.83

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	4.1%	5.2%	8.9%	9.2%
营业利润增长率	-16.0%	9.0%	14.2%	12.0%
归母净利润增长率	-16.5%	9.0%	14.3%	12.0%
毛利率	21.9%	22.2%	22.8%	23.2%
净利率	12.8%	13.3%	13.9%	14.3%
ROE	19.7%	19.1%	19.3%	19.1%
ROIC	26.8%	28.7%	31.6%	35.7%
资产负债率	27.6%	21.4%	19.8%	19.8%
净资产负债率	-22.3%	-30.9%	-37.4%	-45.0%
流动比率	2.34	3.18	3.65	3.89
速动比率	1.86	2.52	2.95	3.21
总资产周转率	1.11	1.15	1.16	1.14
应收账款周转率	5.93	6.10	6.10	6.21
应付账款周转率	10.86	11.57	11.66	11.72
每股收益(元)	2.75	2.99	3.42	3.83
每股经营现金流(元)	3.21	3.68	3.71	4.36
每股净资产(元)	13.92	15.71	17.76	20.06
P/E	15.53	14.25	12.47	11.13
P/B	3.07	2.72	2.40	2.13
EV/EBITDA	10.39	7.73	6.88	5.82
PS	1.99	1.89	1.74	1.59

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服装行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得2019-2020年机构投资者II评选纺织零售行业第三名，2021-2023水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服装行业分析师。中国人民大学本硕，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服装行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		